

2020年のドイツ長期金利

—しばらくマイナス圏で推移した後、欧州経済の底打ちに合わせて+0.25%までの上昇も—

- ECB（欧州中央銀行）は年明けに向けて、これまでの金融政策を振り返る「戦略見直し」を行います。ラガルド新総裁は当面、現在の政策を維持すると考えています。
- ドイツの長期金利はしばらくマイナス圏で推移した後、欧州経済の底打ちに合わせ、米国長期金利の上昇を後追いする形で+0.25%程度まで上昇すると予想しています。

2019年のドイツ10年国債利回り

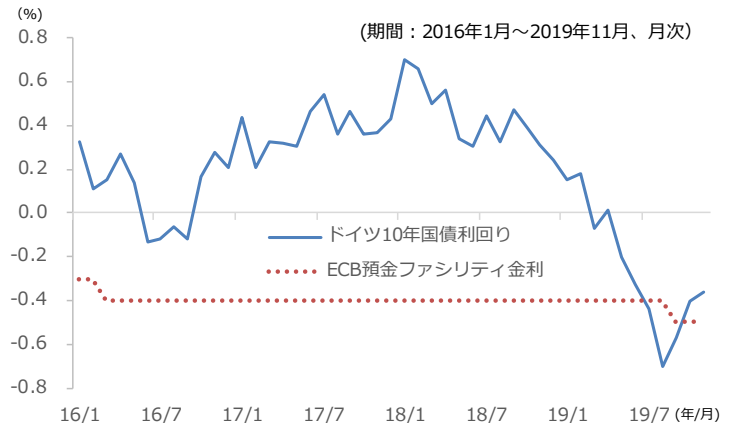
2019年のドイツ10年国債利回り（長期金利）は米中通商摩擦の 에스カレートを背景とした欧州経済の減速を受けて年初から低下基調を辿り、8月には-0.7%を割り込みました。その後、米中通商摩擦が緩和に向かうとの観測が高まり、域内経済に底打ちの兆しが見えてくると長期金利は上昇に転じましたが、依然としてマイナス圏で推移しています（図表1）。

ECBの金融政策

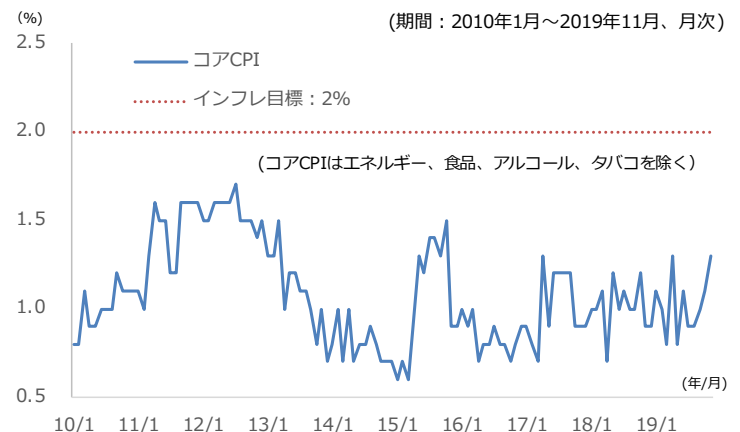
長期金利の先行きを占う上で最初に考慮すべき点はECBの金融政策です。ユーロ域内のコアCPIはECBが目標とする「2%に近い2%未満」の水準を継続的に下回っています（図表2）。市場参加者による長期の期待インフレ率も足元で1.2%前後まで低下してきました（図表3）。そんななか、ECBは月200億ユーロの資産買取りを再開し、預金ファシリティ金利を-0.5%に引き下げました（図表1）。

しかし、ドラギ前総裁が主導したこれらの緩和拡大に対する政策理事会内の意見は二分されています。ドイツやオランダなど財政健全国出身の委員は、インフレ目標に固執するあまりこれらの非伝統的な金融緩和を続ければ様々な副作用が表面化すると警戒しています。マイナス金利によって銀行の収益力が低下し、本来淘汰されるべきゾンビ企業が存続し、経済全体の負債が拡大するとともに資産価格が上昇しバブルを招く可能性があるとして指摘しています。一方、財政基盤や金融機関が脆弱な南欧出身の委員は国債、社債などの資産買取りが政府、金融機関、事業会社の資金調達コストを引き下げるメリットを強調しています。このような理事会内の意見対立を解消することが、ラガルド新総裁に課された最初の課題になると思われます。

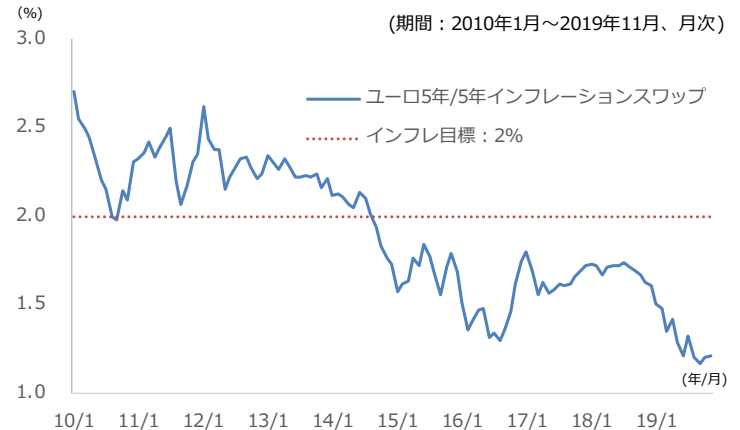
図表1 ドイツ10年国債利回りとECB預金ファシリティ金利



図表2 ユーロ圏のコアCPI



図表3 市場参加者による長期のインフレ期待



(図表1-3の出所) Bloombergのデータより岡三アセットマネジメント作成

<本資料に関してご留意いただきたい事項>

■ 本資料は、投資環境に関する情報提供を目的として岡三アセットマネジメント株式会社が作成したものであり、特定のファンドの投資勧誘を目的として作成したものではありません。■ 本資料に掲載されている市況見通し等は、本資料作成時点での当社の見解であり、将来予告なしに変更される場合があります。また、将来の運用成果を保証するものではありません。■ 本資料は、当社が信頼できると判断した情報を基に作成しておりますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。■ 投資信託の取得の申込みに当たっては、投資信託説明書（交付目論見書）をお渡ししますので必ず内容をご確認のうえ、投資判断はお客様ご自身で行っていただきますようお願いいたします。

折しも、ECBは年明けに金融政策の「戦略見直し (Strategic Review)」を開始すると発表しました。これは20年を超えるECBの歴史で2回目の試みです。インフレ目標が達成できない理由、インフレ目標のあり方、非伝統的な金融緩和（マイナス金利、量的緩和）の有効性などが議論される見込みです。追加金融緩和の余地が狭まるなか、ECBの金融政策と各国政府の財政政策の調和が議題に上ることも考えられます。温暖化対策など将来的な課題が取り上げられる可能性もあります。

いずれにしても、目標を下回るインフレを放置し、人々のインフレ期待が低下し、欧州経済が「日本化」することを避けるためにはもう一段の金融緩和が必要かも知れません。一方、これまで非伝統的な金融緩和を先導してきたスウェーデンの中央銀行は住宅バブルを警戒しいち早くマイナス金利幅を縮小しました。基本的にラガルド総裁は前総裁の緩和路線を踏襲し、当面現在の政策を維持すると予想しています。

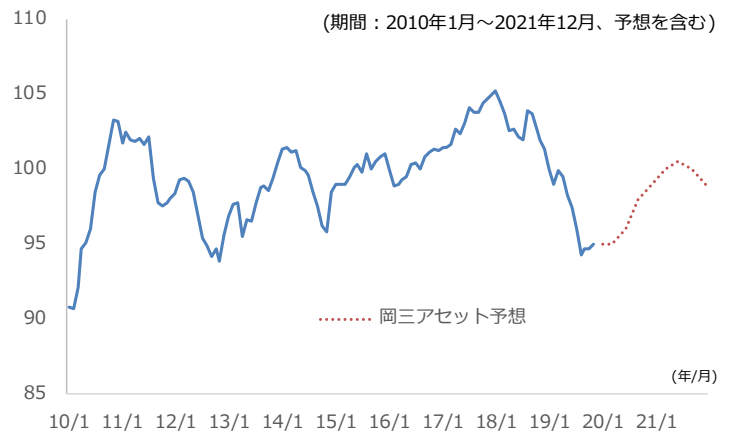
欧州経済の行方

2012年前後の財政危機後に息の長い拡大を続けてきた欧州経済は、2018年以降はそれまでのユーロ高や米国の保護主義的な通商政策を受けて輸出セクターを中心に減速に転じました。中国向け資本財輸出への依存度を高めてきたドイツ経済が特に大きな打撃を受けています。その後、足元では英国のEU離脱を巡る不透明感や米中通商摩擦が緩和に向かい、中国経済も早晚持ち直すとの観測が高まり、欧州経済の先行指標と考えられるifo企業景況感指数にも下げ止まりの兆しが見えてきました。しかし、欧州経済の本格的な回復は来年上半期以降になると考えています（図表4）。

2020年のドイツ長期金利

このような環境下、ドイツの長期金利はしばらくマイナス圏で推移した後、欧州経済の底打ちに合わせ、米国長期金利の上昇を後追いする形で上昇に転じると予想しています。しかし、その場合も域内経済の拡大がインフレを加速させるほど力強いものになるとは予想されないことから、+0.25%程度が長期金利の上限

図表4 ifo企業景況感指数



(出所) Bloombergのデータより岡三アセットマネジメント作成

になると考えています。

世界中で「金融政策から財政政策への転換」が喧伝されるなか、ドイツ、オランダなどの財政健全化への財政拡張圧力が高まることも想定されます。足元でこの考え方に否定的なドイツの連立政権も、自国経済の回復が遅れば、方向転換を迫られる可能性があります。その場合、短期的な需要刺激策よりも環境・新技術など「賢い支出」が求められることになりそうです。ドイツが財政拡張に走れば長期金利の上限が一段と高まることも考えられます。

足元で欧州の政治不安は後退しています。しかし、2020年のどこかで大統領選を控えたトランプ米大統領が対中とともに対欧州の貿易戦争をエスカレートさせる可能性は否定できません。英国のEU離脱についても、現在は小康を保っていますが、2020年末を迎える移行期間の終了までに対EUの貿易協定がまとまらなければ、英EU間の貿易を中心に経済活動が混乱に陥る可能性もあります。

以上（作成：投資情報部）

<本資料に関してご留意いただきたい事項>

■本資料は、投資環境に関する情報提供を目的として岡三アセットマネジメント株式会社が作成したものであり、特定のファンドの投資勧誘を目的として作成したものではありません。■本資料に掲載されている市況見通し等は、本資料作成時点での当社の見解であり、将来予告なしに変更される場合があります。また、将来の運用成果を保証するものではありません。■本資料は、当社が信頼できると判断した情報に基づき作成しておりますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。■投資信託の取得の申込みにあたっては、投資信託説明書（交付目論見書）をお渡ししますので必ず内容をご確認のうえ、投資判断はお客様ご自身で行っていただきますようお願いいたします。

皆様の投資判断に関する留意事項

【投資信託のリスク】

投資信託は、株式や公社債など値動きのある証券等(外貨建資産に投資する場合は為替リスクがあります。)に投資しますので、基準価額は変動します。従って、投資元本が保証されているものではなく、基準価額の下落により、損失を被り、投資元本を割り込むことがあります。

投資信託は預貯金と異なります。投資信託財産に生じた損益は、すべて投資者の皆様に帰属します。

【留意事項】

- 投資信託のお取引に関しては、金融商品取引法第37条の6の規定(いわゆるクーリングオフ)の適用はありません。
- 投資信託は預金商品や保険商品ではなく、預金保険、保険契約者保護機構の保護の対象ではありません。また、登録金融機関が取扱う投資信託は、投資者保護基金の対象とはなりません。
- 投資信託の収益分配は、各ファンドの分配方針に基づいて行われますが、必ず分配を行うものではなく、また、分配金の金額も確定したものではありません。分配金は、預貯金の利息とは異なり、ファンドの純資産から支払われますので、分配金が支払われると、その金額相当分、基準価額は下がります。分配金は、計算期間中に発生した収益を超えて支払われる場合があるため、分配金の水準は、必ずしも計算期間におけるファンドの収益率を示すものではありません。また、投資者の購入価額によっては、分配金の一部または全部が、実質的には元本の一部払戻しに相当する場合があります。ファンド購入後の運用状況により、分配金額より基準価額の値上がりが小さかった場合も同様です。

【お客様にご負担いただく費用】

- お客様が購入時に直接的に負担する費用
購入時手数料: 購入価額×購入口数×上限3.85%(税抜3.5%)
- お客様が換金時に直接的に負担する費用
信託財産留保額: 換金時に適用される基準価額×0.3%以内
- お客様が信託財産で間接的に負担する費用
運用管理費用(信託報酬)の実質的な負担
 : 純資産総額×実質上限年率2.09%(税抜1.90%)

※実質的な負担とは、ファンドの投資対象が投資信託証券の場合、その投資信託証券の信託報酬を含めた報酬のことをいいます。なお、実質的な運用管理費用(信託報酬)は目安であり、投資信託証券の実際の組入比率により変動します。

その他費用・手数料

監査費用: 純資産総額×上限年率0.0132%(税抜0.012%)

※上記監査費用の他に、有価証券等の売買に係る売買委託手数料、投資信託財産に関する租税、信託事務の処理に要する諸費用、海外における資産の保管等に要する費用、受託会社の立替えた立替金の利息、借入金の利息等を投資信託財産から間接的にご負担いただく場合があります。

(監査費用を除くその他費用・手数料は、運用状況等により変動するため、事前に料率・上限額等を示すことはできません。)

- お客様にご負担いただく費用につきましては、運用状況等により変動する費用があることから、事前に合計金額若しくはその上限額又はこれらの計算方法を示すことはできません。

【岡三アセットマネジメント】

商 号: 岡三アセットマネジメント株式会社
 事 業 内 容: 投資運用業、投資助言・代理業及び第二種金融商品取引業
 登 録: 金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第370号
 加 入 協 会: 一般社団法人 投資信託協会 / 一般社団法人 日本投資顧問業協会

上記のリスクや費用につきましては、一般的な投資信託を想定しております。各費用項目の料率は、委託会社である岡三アセットマネジメント株式会社が運用する公募投資信託のうち、最高の料率を記載しております。投資信託のリスクや費用は、個別の投資信託により異なりますので、ご投資をされる際には、事前に、個別の投資信託の「投資信託説明書(交付目録見書)」の【投資リスク、手続・手数料等】をご確認ください。

<本資料に関するお問合わせ先>

フリーダイヤル 0120-048-214 (9:00~17:00 土・日・祝祭日・当社休業日を除く)